

Parece claro que la apertura al capital exterior ha dinamizado e introducido mejoras competitivas en este segmento de actividad de la Bolsa española, con mayores cuotas de protección y más rentabilidad para un mayor número de accionistas

GRADO DE COMPETENCIA EN EL MERCADO ESPAÑOL DE **CONTROL DE EMPRESAS COTIZADAS** (2003-2007)

En este artículo se analiza el nivel de competencia alcanzado en el mercado español de ofertas públicas de adquisición (OPAS) durante el periodo en el que tales operaciones han estado reguladas por Real Decreto 23/2003, de forma comparada con la etapa anterior. Para ello se consideran tres aspectos relativos a las ofertas públicas de adquisición desarrolladas en España: grado de internacionalización de las operaciones, grado de hostilidad y OPAs competidoras desarrolladas. Todo ello nos va a proporcionar una idea del nivel de competencia alcanzado en el mercado nacional de OPAs y si dicho mercado ha funcionado en los últimos cuatro años de manera más libre y abierta que en etapas precedentes.



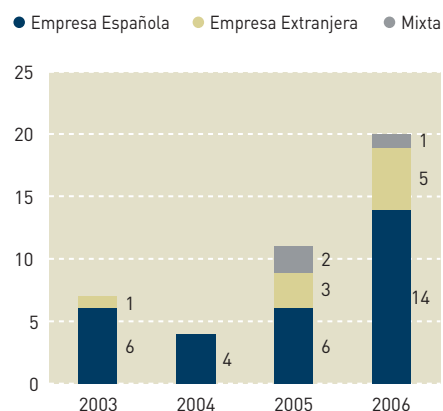
MARÍA JOSÉ PALACÍN SÁNCHEZ

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y DIRECCIÓN DE OPERACIONES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
UNIVERSIDAD DE SEVILLA

Uno de los motivos que está latente en todas las reformas legislativas del régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) de valores en España ha sido mejorar la competencia y el funcionamiento del mercado en el que se desarrollan, haciendo posible que todos los accionistas participen en las plusvalías que pudieran generarse con ocasión del traspaso del control de la sociedad, garantizándose el tratamiento paritario de todos los titulares de valores de una sociedad, y en particular, de sus accionistas minoritarios.

En este artículo nos vamos a centrar en el nivel de competencia alcanzado en el mercado de OPAs durante el periodo en el que tales operaciones han estado reguladas por Real Decreto 23/2003. Dado que este Real Decreto modificó de manera sustancial el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores en España, definido por el Real Decreto 1197/1991, creemos que es el momento

GRÁFICO 1
Número de OPAs según la naturaleza del oferente (2003-2006)

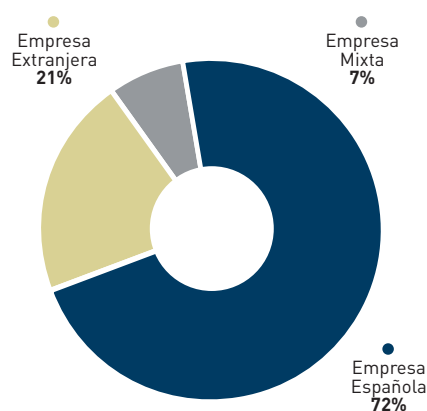


de detenernos a analizar los efectos de tales cambios sobre el nivel de competencia de dicho mercado, de forma comparada con la etapa anterior. Además, podemos considerar finalizado el periodo que analizamos dado que el 13 de agosto de 2007 entró en vigor la nueva ley OPAs.

Para alcanzar este objetivo nos parece conveniente estudiar tres aspectos de las ofertas públicas de adquisición desarrolladas en España en esta etapa que concluimos: grado de internacionalización de las operaciones, grado de hostilidad y opas competidoras desarrolladas. Todo ello nos va a dar una idea del nivel de competencia alcanzado en el mercado de OPAs y si dicho mercado funciona de manera más libre y abierta que en etapas precedentes.

Para realizar el análisis de las OPAs durante el periodo 2003-2006⁽⁴⁾, hemos de precisar que las OPAs objeto de estudio son todas aquellas ofertas de adquisición en las que al menos la empresa objetivo cotiza en el mercado de valores español. Además, la cifra total de OPAs está corregida por las no relevantes de cara al incremento o transferencia de control, entre las que consideramos las OPAs de exclusión, las OPAs sobre sociedades de cartera y las OPAs para reducir capital. Y el criterio seguido para imputar a un año una determinada operación ha sido el momento de su anuncio y no el de su culminación. Por último, para este estudio nos ayudaremos de la información suministrada tanto por la CNMV como por Bolsas y Mercados Españoles a través de sus *Memorias e Informes Anuales* y sus páginas web.

GRÁFICO 2
Número de OPAs según la naturaleza del oferente (2003-2006)



GRADO DE INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS OPAs

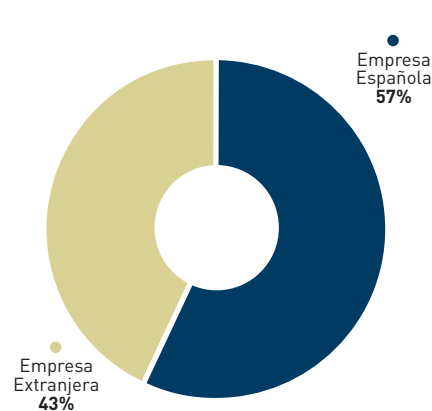
Uno de los elementos que nos puede permitir apreciar el buen funcionamiento del mercado de OPAs en España en esta etapa es el nivel de internacionalización alcanzado, puesto que tal dato indicaría, al menos indirectamente, las facilidades que tendrían las empresas extranjeras para participar en estas operaciones.

Si analizamos la naturaleza de los oferentes en las OPAs desarrolladas en esta etapa observamos la presencia de empresas extranjeras. De las 42 operaciones registradas, el oferente ha sido extranjero en 9 y en otras tres la empresa extranjera ha alcanzado un acuerdo con una empresa española para lanzar la OPA (véase **gráfico 1**).

En relación a la procedencia de los compradores, y como era de esperar, los países comunitarios aparecen como los principales inversores en nuestro mercado. Por otra parte, debemos señalar que otro hecho que viene a caracterizar a los oferentes extranjeros en esta etapa ha sido la aparición de las entidades de capital riesgo, que o bien solas o en colaboración con otras entidades nacionales o extranjeras, han acudido a bastantes ofertas, como las de Cortefiel y Tele Pizza. Esta tendencia parece imparable de cara al futuro, y prueba de ello es que algunos de los interesados en Iberia y Altadis son entidades de capital riesgo⁽⁵⁾.

Comparando esta etapa (**gráfico 2**) con la precedente (**gráfico 3**) que vino marcada por la vigencia del RD 1197/1991, podemos observar la evolución en el grado de in-

GRÁFICO 3
Número de OPAs según la naturaleza del oferente (1991-2002)



ternacionalización del mercado español de OPAs. La presencia de oferentes extranjeros ha disminuido, pasando de un 43% a un 28% del total. Este hecho posiblemente no se explique por un mal funcionamiento del mercado en estos años sino por un cierto periodo de ralentización vivido en el mercado de OPAs tras la intensa etapa previa. Gracias al proceso de concentración desarrollado en el periodo anterior, vía OPAs o fusiones, muchas empresas cotizadas españolas han alcanzado una dimensión considerable, aunque la casuística con relación a las mismas es variada. Por un lado, algunas empresas españolas cotizadas ya son demasiado importantes como para ser opadas, de manera que han iniciado un intenso proceso de compras fuera, como es el caso del Banco Santander, Ferrovial, etc. Otras, que en muchos casos pertenecen a sectores estratégicos, podrían ser compradas por un oferente extranjero, pero resulta muy complicado si no se cuenta con el beneplácito del consejo de administración o de las autoridades, tal como le ocurrió a E.ON en su oferta sobre Endesa. Por último, hay algunas empresas grandes que han decidido iniciar un proceso de venta, y ahí, es donde los oferentes extranjeros pueden jugar un importante papel debido a las cantidades de recursos tan elevadas que se manejan en tales operaciones, este es el caso de Altadis e Iberia. Por otra parte, las empresas de tamaño medio cotizadas posiblemente no han sido atractivas para oferentes extranjeros, por dimensión, por sector o por precio. En definitiva, en esta etapa no han sido muchas las empresas de otros países

que han utilizado las adquisiciones para acceder al mercado español, y ganar tamaño a nivel comunitario y mundial.

HOSTILIDAD EN LAS OPAs

Otro aspecto que creemos necesario analizar para apreciar el nivel de competencia alcanzado en el mercado español de OPAs es el grado de hostilidad existente en las operaciones realizadas.

En estos últimos cuatro años las OPAs han tenido un carácter marcadamente amistoso; de las 42 operaciones analizadas tan solo 9 han sido hostiles. Por tanto, en España las OPAs hostiles apenas representan un 21% de las ofertas realizadas en el periodo (**gráfico 4**). No obstante, la hostilidad ha aumentado con respecto a la etapa precedente, donde las OPAs hostiles tan solo representaron un 10% de las operaciones desarrolladas (**gráfico 5**).

Centrándonos en el último periodo ha sido habitual la existencia de operaciones no amistosas, destacando 2006 y 2004, el primero porque se han producido cinco operaciones hostiles, y el segundo por no haber dado lugar a ninguna, si bien dicho año fue algo atípico por el escaso número de OPAs realizadas, sólo 4 (**Tabla 1**). Otro aspecto a destacar es que a pesar del aumento porcentual de las operaciones hostiles tan solo han tenido un resultado positivo tres.

Si analizamos más detalladamente las OPAs no amistosas desarrolladas en esta etapa, podemos distinguir varios tipos de operaciones según el grado de la hostilidad observada:

- **OPAs hostiles híbridas.** Incluimos en este grupo a una operación que refleja pequeños problemas entre los accionistas de la empresa, de forma que la hostilidad viene derivada más de problemas con las condiciones de la oferta que de desavenencias profundas con el adquiriente. En concreto, la OPA sobre Obrascón Huarte Lain que lanzó Villar Mir, presidente y principal accionista de la citada empresa. El consejo de administración consideró que el precio no era adecuado y recomendó no

GRÁFICO 4
OPAs hostiles en España bajo el Real Decreto de OPAs de 2003

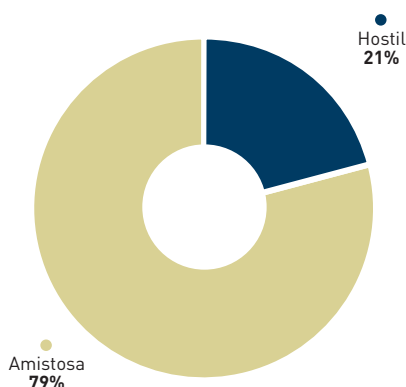


GRÁFICO 5
OPAs hostiles en España desde 1991 a abril de 2003

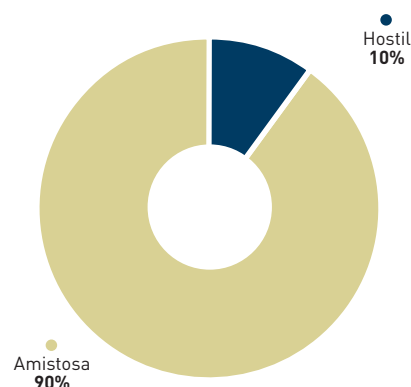


TABLA 1 OPAs HOSTILES EN ESPAÑA BAJO EL REAL DECRETO DE OPAs DE 2003 (DESDE ABRIL 2003)

AÑO	EMPRESA OBJETIVO	EMPRESA OFERENTE	RESULTADO	MODIFICACIÓN DE LA OFERTA
2003	NH Hoteles	Grupo Hesperia	Positivo	Si
2005	Duro Felguera	Udra Industrial	Negativo	No
2005	Aldeasa	GEA	Retirada	No
2005	Aldeasa	Dufry Holding	Retirada	No
2006	Arcelor	Mittal Steel	Positivo	Si
2006	Endesa	Gas Natural	Retirada	No
2006	Tele Pizza	Food Service Project	Retirada	Si
2006	Tele Pizza	Vidisco	Retirada	Si
2006	Obrascón Huarte Lain	Cartera Villar Mir	Positiva	No

acudir a la oferta. No obstante, la oferta al final tuvo éxito a pesar de que no se modificó el precio.

- **OPAs hostiles en sentido estricto.** Se producen cuando la hostilidad se fundamenta más que en una mera cuestión de precio, en cuestiones de estrategia entre los dos grupos de gestión que se enfrentan y, además, estas diferencias se mantienen hasta el final en la mayoría de los casos.

Dentro de este grupo podemos incluir las ofertas lanzadas por el Grupo Hesperia, Udra Industrial, Mittal Steel y Gas Natural. En los dos primeros casos se produjo una verdadera batalla, siendo los accionistas de las empresas objetivo los únicos encargados de declarar un vencedor. Además, mientras el Grupo Hesperia cambió las condiciones iniciales de la oferta, aumentando el precio pero sin llegar a conseguir una valoración positiva por parte del consejo, Udra Industrial no modificó las

condiciones. Al final, la del Grupo Hesperia culminó exitosamente, entre otros motivos porque era parcial, y la de Udra no triunfó. No obstante, los problemas entre la dirección de NH Hoteles y Hesperia se mantienen en la actualidad.

En la OPA de Mittal Steel sobre Arcelor, el consejo de administración de la opada utilizó estrategias defensivas de todo tipo, como buscar un caballero blanco (Sever Stal), definir un plan de recompra de acciones para retribuir a los accionistas, elevar el pay-out de la empresa al 30%, etc. Tras una dura batalla finalmente las dos partes llegaron a un acuerdo que pasó por la elevación del precio de la oferta y una redefinición de la estrategia del grupo.

La OPA de Gas Natural sobre Endesa posiblemente ha supuesto la más cruenta batalla que se ha librado en el mercado de OPAs español. El consejo de administración de Endesa puso en marcha toda una

TABLA 2 OPAs COMPETIDORAS EN ESPAÑA BAJO EL RD 1197/1991

AÑO	EMPRESA OBJETIVO	1ª COMPETIDORAS	GANADORA
1996	Sefanitro	Primer postor	
		Fertiberia	X
		Segundo postor	
		Inversores Financieros Particulares	
1997	Bankoa	Primer postor	
		Caja Rural Vasca	
		Segundo postor	
		Xaïsse Regionale de Credit Agricola	X
2000	Inmobiliaria Zabálburu	Primer postor	
		Bami	X
		Segundo Postor	
		Fadesa, Caja de ahorros de Galicia	
2001	Hidrocantábrico	Primer postor	
		Ferroatlántica*	X (60%)
		Segundo Postor	
		Adygesinval (Cajastur y EDP)	X (35%)
		Tercer Postor	
2002	Ibérica Autopistas	RWE	
		Primer postor	
		Acesa	X
		Segundo postor	
		Aurea	

batería de medidas para oponerse a la operación. Inició una campaña en prensa, acciones legales a nivel nacional y europeo, buscó un caballero blanco, anunció una política de dividendos muy generosa con sus accionista, etc. Por su parte, Gas Natural respondió a tales iniciativas con todos los instrumento a su alcance. Finalmente, Gas Natural, y tras la oferta de E.ON, decidió retirarse.

• **OPAs hostiles en procesos competitivos.** Se han presentado dos casos en los cuales concurre una circunstancia similar: la empresa opada ha sido objeto de un proceso de subasta pública. En el caso de Tele Pizza, el proceso se desencadenó tras una primera oferta propiciada por la familia propietaria, de manera que las dos ofertas que se presentaron con posterioridad se consideraron hostiles, aunque el precio era adecuado. Al final fue el primer oferente el que alcanzó sus objetivos. Por otra parte, Aldeasa estuvo sometida a un proceso de venta pública que no era deseado por la actual dirección de la empresa. Las ofertas no fueron consideradas adecuadas ni por el precio ni por el planteamiento de la operación. Finalmente apareció un tercer postor, que

ofreció un precio adecuado, ante lo cual el consejo de administración de Aldeasa ya no pudo oponer resistencia.

En definitiva, y a pesar de que en estos años se han producido verdaderas batallas por el control, existen dificultades para que las operaciones hostiles prosperen en España. Este hecho normalmente se imputa a las rigideces que impone un sistema de gobierno de las empresas cotizadas españolas un tanto peculiar, caracterizado por una propiedad concentrada y unos blindajes anti-OPA muy fuertes. Por todos estos motivos, es muy difícil tener éxito en la operación sin contar con el beneplácito del adquirido. No obstante, los cambios en la nueva regulación sobre OPAs se dirigen también a estos aspectos, y es de esperar que consigan suavizar algo las rigideces de nuestro mercado.

OPAs COMPETIDORAS

Otro aspecto que refleja la competitividad y el buen funcionamiento del mercado de OPAs es la posibilidad de que al hilo del lanzamiento de una oferta sobre una empresa objetivo se produzcan otras, por parte de oferentes distintos, de manera que

todas ellas compitan por ganar el control de la compañía a adquirir.

En España, para proteger a los accionistas de posibles ofertas abusivas, se decidió regular el desarrollo de las OPAs competidoras. Esta regulación ha pasado por tres etapas diferenciadas:

a) Durante el RD 1197/1991, las OPAs competidoras no podían ser modificadas. Esta posibilidad únicamente quedaba para el primero que presentara la oferta.

b) Durante el RD 432/2003, se flexibilizó el régimen de las OPAs competidoras y se eliminó la supremacía del primer oferente, de manera que el proceso de subasta finalizaba con la presentación en sobre cerrado de una mejora de la oferta por parte de cada uno de los oferentes. No obstante, hasta el momento de presentación de los sobres no cabía la modificación de la oferta.

c) Con el RD 6/2007 y el Reglamento que lo desarrolla, se mantiene el régimen de subastas pero incluye dos novedades respecto a la legislación precedente: a) antes de llegar a los sobres, los rivales pueden mejorar sus ofertas de forma indefinida; b) después del sobre cerrado, el primer oferente podrá hacer una última mejora, siempre que el precio más alto que resulte de la subasta sólo supere la suya en menos de un 2%.

En España, las OPAs competidoras sobre una misma empresa son cada vez más frecuentes. Si bajo el RD de 1991 tan solo se desarrollaron cinco ofertas competidoras (Tabla 2) con el RD de 2003 y en un periodo de tan solo cuatro años, se han producido seis procesos de competición entre varios oferentes para lograr el control de la empresa objetivo (Tabla 3). Destaca el hecho de que todas las ofertas competitivas se han producido en 2005 y 2006 y, además, en todas las ocasiones ha habido una lucha abierta y relativamente libre por el control.

Otro aspecto que ha cambiado con respecto a la etapa precedente es la oferta que ganaba la competición. Bajo el RD de 1991, en todos los procesos competitivos

TABLA 3 OPAS COMPETIDORAS EN ESPAÑA BAJO EL REAL DECRETO DE OPAS DE 2003

AÑO	EMPRESA OBEJIVO	1ª COMPETIDORAS	GANADORA
2005	Cortefiel	Primer postor	
		Coral Retail España	
		(CVC Capital Partners)	
		Segundo postor	Acuerdo entre competidores
		Mep Retail España	
2005	Aldeasa	(Fondos Premira Partners y Fondos PAI)	
		Primer postor	
		Gestión de Explotaciones Aeroportuarias	
		Segundo postor	
		Dufry Holding (Adevent)	
2006	Endesa	Tercer postor	
		Retail Airport France	Ganadora
		Altadis (35% de Aldeasa)	
		Primer postor	
		Gas Natural	Retirada
2006	Telepizza	Segundo postor	
		Eon	Resultado negativo
		Primer postor	
		Foodco Pastries Spain/ Medimosal	Ganadora
		Segundo postor	
2006	Metrovacesa	Food Service Project	Retirada
		(Fondo CVC 50%)	
		Tercer postor	
		Vidisco	Retirada
		(Ibersol 100%)	
2006	Europistas	Primer postor	15,32%
		Cresa Patrimonial	
		Segundo postor	24%
		Mag-Import/Alteco Ges. y Prom. de Marcas	
		Primer postor	
2006	Europistas	Bendía /Isolux Wat Ingeniería	Retirada
		Segundo postor	
		Sacyr Vallehermoso /Telekutxa	Ganadora

(*) En 2007 se ha abierto la puja sobre dos compañías españolas: Iberia y Altadis.

que se desarrollaron, la oferta ganadora fue siempre la primera, excepto en el caso de Bankoa. Sin embargo, en esta última etapa la supremacía del primer oferente no se ha mantenido y la casuística que ha surgido es muy amplia. Sólo en el caso de Tele Pizza el ganador fue el primer postor; en dos subastas, la de Aldeasa y Europistas, el último oferente es el triunfador; en Cortefiel los distintos oferentes acabaron llegando a un acuerdo; en Metrovacesa, al ser las dos ofertas parciales y realizadas por accionistas de la misma empresa, los dos oferentes alcanzaron sus objetivos; y por último, en la subasta sobre Endesa,

las dos acabaron retirándose debido a la aparición de un tercer postor en la última fase del proceso.

En definitiva, en esta etapa hemos podido observar como la supremacía del primer oferente que se derivaba de la regulación precedente ha sido superada. Gracias a ello se ha conseguido que los accionistas de las empresas opadas se beneficien de las mejoras en las condiciones de la oferta que una competición abierta puede generar y se ha proporcionado a la economía un sistema que garantice que los trasposos de control de la empresa se producirán a los mejores precios. No obstante, en

algunas de estas subastas se han observado algunas limitaciones como la imposibilidad de modificar las condiciones de la oferta durante la subasta. Los cambios que se han introducido en la nueva regulación sobre OPAs se han movido en este sentido con la esperanza de que mejore el funcionamiento del mercado de OPAs⁽³⁾.

CONCLUSIONES

El mercado de OPAs español durante el periodo regulado por el RD 432/2003 parece haber mejorado su nivel de competencia y funciona cada vez de manera más libre debido a las menores restricciones, de hecho y de derecho, impuestas a los oferentes extranjeros, a las OPAs hostiles y a los procesos competitivos. Todo ello sin menoscabar los derechos de los accionistas, especialmente los minoritarios. Para el futuro, la nueva regulación de las OPAs, que ya se ha adaptado a la Decimotercera Directiva Comunitaria sobre este tema, se supone que continuará mejorando este mercado. ▀

BIBLIOGRAFÍA

- Palacín Sánchez, MJ (2004): "Las ofertas públicas de adquisición en España (1991-2002)", *Bolsa de Madrid*, nº 128, pp. 72-80.
- Palacín Sánchez, MJ (1997): *El mercado de control de empresas: el caso español*, Barcelona: Ariel.

NOTAS

- (1) No consideramos las OPAs realizadas durante el 2007 porque la mayoría han sido de exclusión y, además, muchas de ellas están todavía en tramitación en el momento de escribir este artículo.
- (2) Además, a las entidades de capital riesgo extranjeras también se unirán las españolas que, tras el cambio de regulación en 2005, ya pueden comprar acciones de empresas cotizadas españolas.
- (3) En realidad muchas de las medidas que aparecen en la nueva ley, aparte de responder a la necesidad de adaptación a la Decimotercera Directiva Comunitaria sobre OPAs, derivan de las disfunciones que las OPAs sobre Endesa han revelado sobre nuestro mercado de control de empresas.